

## Σημείωμα για τα swaps του 2000-01

### 1) Ιστορικό

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, περίπου το 1/3 του δημοσίου χρέους ήταν εκπεφρασμένο σε ξένα νομίσματα, κυρίως σε Γιεν και Δολλάρια. Κατά το δεύτερο μέρος της δεκαετίας, η Τράπεζα της Ελλάδος ακολουθούσε συναλλαγματική πολιτική ελεγχόμενης διολίσθησης της δραχμής έναντι του Ευρώ, ενώ το ίδιο το Ευρώ σημείωνε ταχεία εξασθένιση έναντι του Γιεν και του Δολλαρίου. Αυτό επέφερε σημαντική επιβάρυνση στο λόγο του χρέους ως προς το ΑΕΠ, ο οποίος έπρεπε σύμφωνα με τα κριτήρια ένταξης να μειώνεται με «ικανοποιητικό ρυθμό». Η κατάσταση έγινε πιο πιεστική μετά την υποτίμηση του 1998.

*Σαν παράδειγμα αξίζει να αναφερθεί η περίπτωση του δανείου έκδοσης 1993 και λήξης 2005 σε Γιεν, με τοκομερίδιο 5,10%. Στα μέσα του 2000, αρχικό χρέος 100 δραχμών είχε φτάσει τις 265 δραχμές λόγω της διολίσθησης της δραχμής κατά 165% (από 1.42 στο 3,75), ενώ τα τοκομερίδια σε δραχμές στο 13,5%, τη στιγμή που τα δραχμικά για αντίστοιχη υπολειπόμενη διάρκεια είχαν πέσει στο 5%. Αν δε συνυπολογίσουμε τις λογιστικές υπεραξίες λόγω μείωσης των Ιαπωνικών επιτοκίων, οι 100 δραχμές αρχικού χρέους το 2000 ανέρχονταν στις 290.*

Το πρόβλημα αντιμετωπίζονταν με τη σύναψη συμφωνιών ανταλλαγής νομίσματος σε ιστορικές ισοτιμίες, δηλαδή πιο ευνοϊκές (είχαν πάρει την ονομασία cosmetic swaps). Έτσι η συναλλαγματική επιβάρυνση κάθε δανείου μετατρέπονταν σε επιτοκιακή, η οποία ήταν πιο ελεγχόμενη ως προς τα κριτήρια ένταξης. Οι πράξεις αυτές συνομολογούνταν στα τέλη κάθε έτους και ακυρώνονταν με αντίστροφες πράξεις κατά το πρώτο τρίμηνο του επόμενου.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι οι πράξεις δεν προσέκρουαν σε κάποιο κανονισμό της Eurostat, ο οποίος εκείνη την εποχή προέβλεπε ότι το συναλλαγματικό χρέος στο τέλος κάθε έτους υπολογίζεται είτε με την ισοτιμία της τελευταίας ημέρας, αν εξακολουθεί να είναι εκπεφρασμένο σε ξένο νόμισμα, είτε με την ισοτιμία που αναγράφεται σε συμφωνία ανταλλαγής, αν στο μεταξύ έχει συναφθεί συμφωνία ανταλλαγής νομίσματος (βλέπε συνημμένο 1).

Μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, συζητήθηκε διεξοδικά στο ΔΣ του ΟΔΔΗΧ αν θα έπρεπε να συνεχιστεί αυτή η πρακτική ή θα έπρεπε να αναζητηθούν πιο μόνιμες λύσεις των εκκρεμοτήτων που είχαν συσσωρευτεί. Ο λόγος ήταν η ανησυχία για διαρροές και υπόνοιες για κατάχρηση των διαθέσιμων εργαλείων. Τότε εμφανίστηκε η GS στο ΓΛΚ και πρότεινε το πακέτο που τελικά υλοποιήθηκε περίπου τέσσερις μήνες αργότερα, έπειτα από διεξοδικές συζητήσεις στο ΔΣ του ΟΔΔΗΧ. Η πρόταση ήταν η οριστική εξάλειψη μέρους των συσσωρευμένων συναλλαγματικών επιβαρύνσεων, χρησιμοποιώντας ιστορικές ισοτιμίες και αντιστάθμιση της διαφοράς που προέκυπτε με σταδιακή αποπληρωμή (2004-2019), μέσω ανισομερούς ανταλλαγής επιτοκίων επί ενός εικοσαετούς ομολόγου. Υπήρξε επομένως τριετής περίοδος χάριτος λόγω Ολυμπιακών Αγώνων.

### 2) Πως επηρεάστηκαν τα δημοσιονομικά μεγέθη

Πιο συγκεκριμένα οι ανταλλαγές νομισμάτων επί συνολικού ποσού πάνω από 10 δισεκ. Ευρώ απέφερε λογιστική απομείωση του χρέους κατά περίπου 2,4 δισεκ. Ευρώ, στα οποία προστέθηκαν και περίπου 400 εκατ. από παρόμοια σύμβαση του

προηγούμενου έτους, η οποία δεν ακυρώθηκε. Έτσι, η συνολική λογιστική μείωση του χρέους ανήλθε σε περίπου 2.850 Ευρώ ή σε 2.2% του τότε ΑΕΠ ή περίπου 1,1% επί του σημερινού.

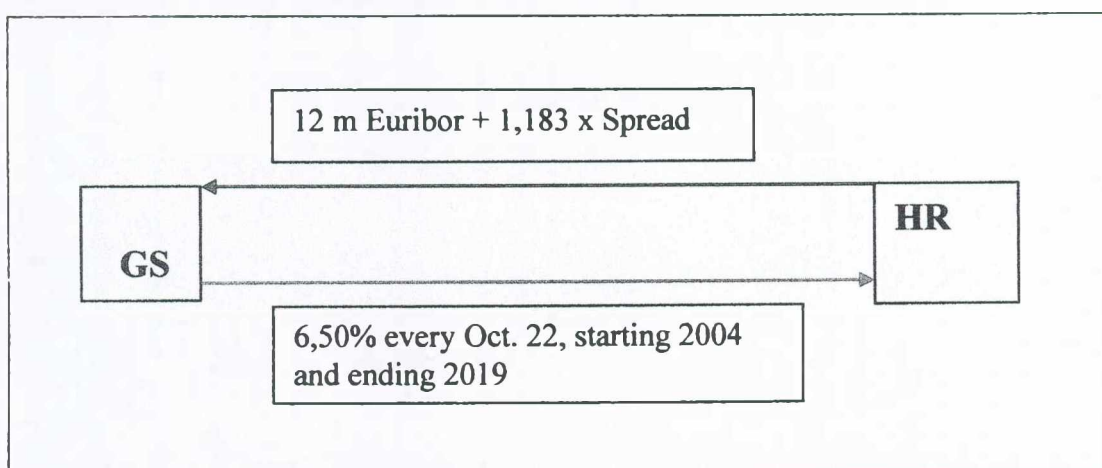
Για την αντιστάθμιση το Ε.Δ. θα επιβαρύνονταν με ένα κόστος που καθορίζονταν από μια πολύπλοκη φόρμουλα αλλά η οποία είχε υπολογιστεί κατά τη σύναψη της σύμβασης ότι αντιστοιχούσε σε **Euribor+29 b.p.** Αυτό αντιστοιχούσε σε ετήσιες δόσεις περίπου 360-370 εκατ. Ευρώ με πιθανότητα 68% (μια τυπική απόκλιση). Αν υποθέσουμε ότι η αρχική σύμβαση εξυπηρετούνταν όπως προεβλέπετο αρχικά, το συνολικό κόστος αποπληρωμής σε τρέχουσες τιμές θα ήταν 5.920 εκατ. Ευρώ, δηλαδή 2,07 φορές το αρχικό ποσό. Σαν μέτρο σύγκρισης μπορούμε να πάρουμε το αντίστοιχο 20-ετές ομόλογο, επί του οποίου έγινε και το swap, το οποίο με σταθερό επιτόκιο 6,5% επέφερε κατά την ίδια περίοδο συνολικό κόστος αποπληρωμής σε τρέχουσες τιμές 2,12 φορές το αρχικό ποσό. Είναι εμφανές ότι, με τα δεδομένα της εποχής, επρόκειτο για εύλογα κόστη.

Με τα σημερινά δεδομένα, η ετήσια επιβάρυνση σε τόκους και έλλειμμα θα ήταν της τάξης των 0,15% επί του ΑΕΠ.

Συμπερασματικά, η επίδραση των πράξεων επί των δημοσιονομικών μεγεθών ήταν τόσο οριακή, που οποιαδήποτε συσχέτιση με τα προβλήματα που προέκυψαν το 2009 είναι εκτός πραγματικότητας.

### 3) Οι συμβάσεις

Η αρχική σύμβαση (συνημμένο 2Α) περιείχε πολλά ρίσκα στο επιτόκιο που θα κατέβαλε το δημόσιο και τα οποία, σε περίπτωση που πραγματοποιούνταν, η λογιστική αξία του αρχικού ποσού της σύμβασης θα αυξάνονταν σημαντικά. Αυτό θα συνέβαινε αν το Euribor έπεφτε κάτω του 5% ή το 10-ετές swap rate μειώνονταν αισθητά. Υπήρχε επομένως ευαισθησία σε περίπτωση μετατόπισης της καμπύλης προς τα κάτω και ακόμη μεγαλύτερη σε περίπτωση οριζοντίωσής της.



Ποσό επί του οποίου θα υπολογίζονται οι ροές (Notional amount): **EUR 6,16 δισεκ.**

Επιπρόσθετοι όροι:

1. Μέγιστο όριο για το Euribor (cap) ορίζεται το 6,60%.
2. Ελάχιστο όριο για το Euribor (floor) ορίζεται το 5,00%.

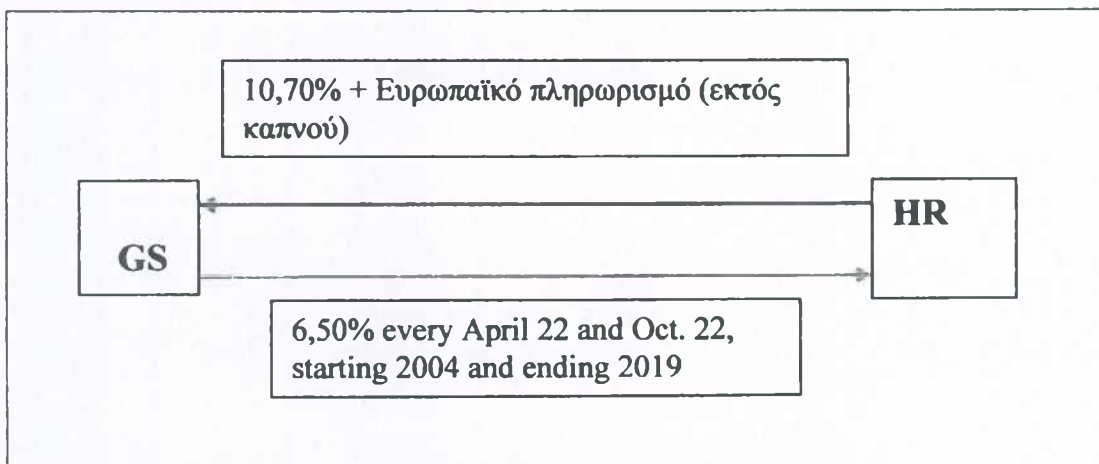
3. Spread:  $12.25\% - 1.17 \times 10 \text{ year Swap Rate}$  με μέγιστο όριο διακύμανσης του spread (cap) το 8% και ελάχιστο (floor) το 5%.

Τη στιγμή βέβαια που γίνονταν αυτοί οι υπολογισμοί οι καμπύλες προεξοφλούσαν ακριβώς την αντίθετη πορεία. Για παράδειγμα, το 10-ετές swap rate κατά τη σύναψη της συμφωνίας ήταν περίπου στο 5,5% ενώ την ίδια στιγμή η καμπύλη προεξοφλούσε σταδιακή άνοδο στο 6,05% τον Οκτώβριο του 2004 (πρώτη δόση) και 6,55% τον Οκτώβριο του 2009.

Μετά όμως τα γεγονότα της 11 Σεπτεμβρίου 2001, το περιβάλλον και η νομισματική πολιτική των μεγάλων κεντρικών τραπεζών άλλαξαν ριζικά, με τις γνωστές βέβαια συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Θύμα αυτής της πολιτικής υπήρξε και η σύμβαση του Ιουνίου του 2001, με την έννοια ότι συνέβησαν όλα τα απρόβλεπτα που θα διόγκωναν την λογιστική της αξία. Κύριο πρόβλημα ήταν η σημαντική μείωση του 10-ετούς swap rate κάτω από το 5% (floor), γεγονός που προσέδιδε μεγάλες λογιστικές υπεραξίες στο οφειλόμενο ποσό.

Σ' αυτό το σημείο αξίζει ίσως να γίνει μια αποκωδικοποίηση του τύπου υπολογισμού του επιτοκίου που θα κατέβαλε το ΕΔ. Το ελάχιστο **μικτό** επιτόκιο ήταν 10,915% και το μέγιστο 16,064%, με τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν να καθορίζει το ακριβές ύψος σε κάθε χρονική στιγμή. Απ' αυτό αφαιρείται το 6,5% που η GS κατέβαλε στο ΕΔ και το **καθαρό** επιτόκιο (κόστος δανεισμού) θα κυμαίνονταν μεταξύ 4,415% και 9,514% στην πλέον ακραία περίπτωση.

Διαπιστώνοντας την σε βάρος μας αλλαγή των προϋποθέσεων για μια ομαλή εξέλιξη της σύμβασης, διαπραγματευτήκαμε μια βελτίωση των όρων τον Ιούλιο του 2002, οι οποίοι αποτυπώθηκαν σε νέα σύμβαση (συνημμένο 2B).



#### Επιπρόσθετοι όροι:

1. Το ποσό επί του οποίου αποπληρώνεται το δάνειο και υπολογίζονται οι ταμειακές ροές παραμένει ως έχει, δηλαδή 6,161 δισεκατ. Ευρώ.
2. Ελάχιστος πληθωρισμός (floor): 1%
3. Η GS δικαιούται σε κάθε ευκαιρία πληρωμής του κουπονιού να αλλάξει το σταθερό μέρος (10,70%) σε 6 month Euribor + 5,35%. (Για να συμφέρει η μετατροπή, το Euribor πρέπει όχι μόνο να υπερβεί το 5,35% αλλά και να προβλέπεται ότι θα παραμείνει σε αυτά ή υψηλότερα επίπεδα για όλο το υπόλοιπο διάστημα μέχρι το 2019).



4. Η GS κατέβαλε στο Ελληνικό Δημόσιο 20 εκατ. ΕΥΡΩ με τη μορφή «Restructuring Premium».

#### Πλεονεκτήματα της νέας δομής

1. Μειώνεται ο σταθερός παράγοντας κατά 21,5 μονάδες βάσης (από 10,915% στο 10,70%). Έτσι το καθαρό επιτόκιο διαμορφώνεται σε 4,20%+Ευρωπαϊκό πληθωρισμό (εξαιρουμένου του καπνού).
2. Μειώνεται η μεταβλητότητα του κυμαινόμενου παράγοντα, επειδή οι διακυμάνσεις του Ευρωπαϊκού πληθωρισμού είναι σημαντικά μικρότερες από αυτές της προηγούμενης δομής. Κατά την αναδιάρθρωση ήταν 1,8% και η σταθεροποίησή του κάτω του 2% αποτελούσε κεντρικό στόχο της ΕΚΤ. Ως εκ τούτου σταθεροποιούνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές.
3. Απλουστεύονται οι υπολογισμοί επειδή αποτελείται από δύο σταθερά μέρη, αυτό που πληρώνει το ΕΔ (10,70%) και αυτό που εισπράττει (6,5%). Στην ουσία, το ΕΔ καταβάλλει μια διαφορά 4,20%, πλέον του πληθωρισμού.
4. Τα έσοδα του δημοσίου λειτουργούν σαν φυσικό αντιστάθμισμα στο κόστος εξυπηρέτησης του «έμμεσου δανείου». Σε περιόδους έξαρσης του πληθωρισμού, ανεβαίνει μεν το κόστος εξυπηρέτησης του δανείου αλλά ταυτόχρονα τονώνονται τα γενικότερα έσοδα (αυτόματοι σταθεροποιητές). Σε περιόδους πίεσης των εσόδων λόγω επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, φυσιολογικά μειώνεται και το κόστος εξυπηρέτησης λόγω μείωσης του πληθωρισμού.
5. Η λογιστική αξία του υποκείμενου χρέους λειτουργεί ανάστροφα, κυρίως λόγω της ύπαρξης του σταθερού παράγοντα στο καθαρό επιτόκιο (4,20%). Υπό κανονικές συνθήκες, περίοδοι έξαρσης του πληθωρισμού συνοδεύονται από υψηλότερα επιτόκια, γεγονός που απομειώνει τη λογιστική αξία του χρέους. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει σε περιόδους χαμηλού πληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων.

Συμπερασματικά, η νέα δομή, κρινόμενη με τις συνθήκες των αγορών κατά τη σύναψη της αρχικής (Ιούνιος 2001), υπερτερεί σε όλα τα βασικά σημεία. Λόγω όμως της ύπαρξης του σταθερού παράγοντα, η λογιστική αξία θα μπορούσε να αυξηθεί περαιτέρω, αλλά σε πολύ μικρότερη κλίμακα.

Ένα πρόβλημα που προκύπτει και έχει δώσει αφορμή για πολλές παρερμηνείες είναι ότι με τα δεδομένα των αγορών τον Ιούλιο του 2002, η νέα συμφωνία φαίνεται ακριβή (περίπου Euribor+50 μονάδες βάσης) ενώ το κόστος της Ελληνικής Δημοκρατίας για την ίδια περίοδο ήταν Euribor + 20 μονάδες βάσης. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην ενσωμάτωση στο νέο επιτόκιο των δεδουλευμένων τόκων του πρώτου έτους, καθώς και των νέων συνθηκών που είχαν διαμορφωθεί λόγω της πτώσης των μακροχρόνιων επιτοκίων, συγκεκριμένα του 10 Y swap rate, αντανάκλαση των οποίων ήταν και η αύξηση της λογιστικής αξίας. Δεν ήταν όμως εφικτό να απαλλαγούμε από τις υποχρεώσεις που είχαν προκύψει απ' την αρχική σύμβαση. Σε κάθε όμως περίπτωση, αυτό δεν αναιρεί το γεγονός ότι η δεύτερη αποτελούσε βελτίωση της πρώτης.

Τέλος, τον Απρίλιο του 2003, έγινε μια οριακή αναδιάρθρωση της σύμβασης του 2002 (συνημμένο 2Γ). Η αλλαγή αφορούσε στο ελάχιστο όριο του πληθωρισμού, το οποίο αυξήθηκε από 1% στο 1,3%. Αυτό αξιολογήθηκε σε 25 εκατ. Ευρώ, το οποίο και εισπράχτηκε από το ΕΔ.

#### 4) Συναλλακτικό κόστος

Όσον αφορά το θέμα του κόστους, επισυνάπτω αντίγραφο μιας σελίδας ενός ενημερωτικού σημειώματος του 2003 (συνημμένο 3).

Το θέμα είχε προκύψει απ' το δημοσίευμα του Nicholas Dunbar στο περιοδικό Risk Magazine τον Ιούλιο του 2003, ο οποίος ανέφερε εντελώς αστήρικτα ότι η GS απ' τη συμφωνία είχε κερδίσει 200-300 εκατ. Ευρώ. Τον εν λόγω κύριο μου είχε συστήσει ο Δούκας το καλοκαίρι του 2004 ως σύμβουλο του Αλογοσκούφη για θέματα διεθνούς τύπου. Μόλις όμως αντιλήφθηκε ποιος είμαι προσπάθησε να τα μπαλώσει, λέγοντας ότι απλώς γνωρίζονται και τον συμβουλεύει ανεπίσημα. Σε πιο πρόσφατο δημοσίευσμά του την άνοιξη 2010 επανήλθε σε ιστοσελίδα, ανεβάζοντας το ποσό σε 500 εκατ. Ευρώ.

Αν τα στοιχεία που μας είχε δείξει η GS είναι ακριβή, το κέρδος της από το συνολικό αρχικό πακέτο δεν υπερβαίνει το 1,4% επί του extender και πολύ λιγότερο αν ληφθούν υπόψη και οι ανταλλαγές νομισμάτων.

Τι έγινε μετά το 2004

Λίγες μέρες μετά την αλλαγή της κυβέρνησης το 2004, μου ζητήθηκε να ενημερώσω για το συγκεκριμένο πακέτο. Αυτό έγινε με έγγραφο προς τον Δούκα στις 18/3/2004 (αρ. Πρωτ. 419) και δεν δόθηκε κάποια συνέχεια.

Το καλοκαίρι του 2004, η GS άρχισε να πιέζει για επαναγορά εκ μέρους του ΕΔ της σύμβασης, ενσωματώνοντας τις λογιστικές επιβαρύνσεις που είχαν προκύψει. Ο λόγος που είχαν επικαλεστεί ήταν ότι οι κανόνες διαφάνειας και οι απαιτήσεις του κανονιστικού πλαισίου μετά το σκάνδαλο της Εηγοη είχαν αυστηροποιηθεί. Με έγγραφό μου (27/5/2004/α.π. 655) εξηγώ στην πολιτική ηγεσία γιατί μια τέτοια εξαγορά θα ήταν εις βάρος του ΕΔ και ότι θα έπρεπε να αναζητηθούν ευνοϊκότερες συνθήκες, όταν μάλιστα όλες οι πλευρές συμφωνούσαν ότι δεν είχε παραβιαστεί κάποιος κανονισμός της Eurostat.

Απ' ότι γνωρίζω, η εξαγορά της σύμβασης έγινε τελικά το καλοκαίρι του 2005, οπότε οι λογιστικές υπεραξίες μάλλον κλειδώθηκαν σαν πραγματικό κόστος για το ΕΔ. Το ποσό της εξαγοράς (περίπου 5 δισεκ. Ευρώ) χρηματοδοτήθηκε με παρόμοια πράξη, δηλαδή με μη ισοσκελισμένη ανταλλαγή επιτοκίων (off market swap) από την Εθνική Τράπεζα και η περίοδος αποπληρωμής επεκτάθηκε μέχρι το 2037.

Επί πλέον, το 2008 έγινε μια επιπρόσθετη προσαρμογή της σύμβασης που επέτρεπε στην Εθνική να τιτλοποιήσει την εν λόγω σύμβαση και έτσι, αγοράζοντας η ίδια την έκδοση από την "Titlos" να τη χρησιμοποιεί για άντληση ρευστότητας από την ΕΚΤ, προκαλώντας, όπως ήταν αναμενόμενο, την αντίδρασή της.

Τέλος, έχω βάσιμους λόγους να πιστεύω ότι μεταξύ 2005 και 2008 έγιναν πολλές πράξεις παρόμοιου χαρακτήρα, με προκαταβολή μάλιστα μετρητών της τάξης των 600-700 εκατ. Ευρώ το χρόνο, προφανώς για πλασματική μείωση του ελλείμματος.

#### 5) Η σημερινή συζήτηση

Από τις ανακοινώσεις της Eurostat συνάγεται ότι το πρόβλημα εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι ελληνικές υπηρεσίες αρνούνταν την ύπαρξη off market swaps μετά την αλλαγή των κανονισμών τον Μάρτιο του 2008. Σε πρόσφατη μάλιστα συνέντευξη αναφέρεται ότι ενώ άλλες χώρες (Γερμανία, Ιταλία, Βέλγιο, Πολωνία κλπ) έδωσαν

στοιχεία, «η Ελλάδα συνέχιζε να ψεύδεται». Ήταν ήδη γνωστό ότι η Εθνική αντλούσε ρευστότητα μέσω της «Titlos» από την ΕΚΤ.

Απ' την αντίδραση της κυβέρνησης συνάγεται ότι έχουν πλέον δοθεί στοιχεία. Δεν γνωρίζω τη μορφή τους αλλά υποψιάζομαι επιχειρείται να περάσουν όλα τα κόστη σε παρελθόντα έτη, ενώ ο σημερινός ΓΔ του ΟΔΔΗΧ ήταν ο αγοραστής του extender του 2005 και ο εμπνευστής της τιτλοποίησης του 2008.

Συμπερασματικά, μια σύννομη ρύθμιση εκκρεμοτήτων το 2001 έχει μετατραπεί σε μυθιστόρημα με πολλές παραλλαγές και αντικείμενο πολιτικής εκμετάλλευσης που εξάπτουν τη φαντασία γύρω από το θέμα της αξιοπιστίας της χώρας. Η FED πάντως διερεύνησε τις συμβάσεις έπειτα από παρότρυνση της επιτροπής οικονομικών της γερουσίας, και ανακοίνωσε στις 14 Απριλίου 2010 ότι δεν βρήκε κάτι το μεμπτό.



ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΣΗΜΙΤΗΣ

Πρώην Πρωθυπουργός

1 Ιανουάριο 2001 ίδρυση  
από 2002

όσοι καταγράφονται για να μην  
υπάρχει στατιστικό κίνδυνο

Μετά το 2001

(ωρολόια)  
11ευ - ευρώ με 100 τιμή  
ευρώ για το ευρώ 110 ευρώ  
2001 = χρηματοδότηση των 100 ευρώ  
1000 η δόση (ιστορική βασική) ανα-  
λογία

- 1) αφοσίωση των

χρέος 2,2% μικρότερο (δω χρεαβόλο  
(285000) να γίνει μια αφοσίωση

2) αφοσίωση θα δεσφείται ως 2001  
και ο σύμφωνια αναγράφεται

δεν θα υπερβώ τιμές μέχρι 33,5  
το 2004

από τη Γ.Σ.  
και μέσω  
να ανα-  
αμνησθεί



ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΣΗΜΙΤΗΣ

Πρώην Πρωθυπουργός

2001 αυταρχική εσωποικίωση 5,8 το 2001  
το Ελληνικό Δημόσιο δίνει ~~6,5%~~  
στη θ.Σ για το 2,8 το 2001  
(το επίσημο 5,5) = αρα διαχ  
διαφορά

- κερδοχάρητοι 2004 = δεν  
ωριμώνει τοπο 3 χρόνια δετιμο
- Αντισυμβαλλόμενοι έχει διάφορα  
ορίδια / ταυτόχρονα ~~αυτοχρηματοδότηση~~ ~~αυτοχρηματοδότηση~~  
είχε νομοθετεί το Δημ. να εξαφανίσει  
το ένα από αυτά